



增持（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：6.72

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

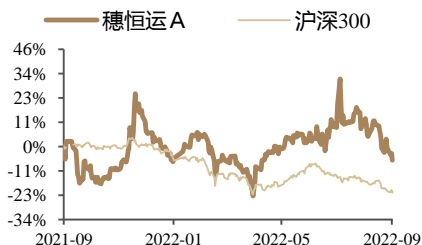
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.21	-14.29	-9.07
相对涨幅(%)	-9.42	-4.91	4.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《穗恒运 A (000531.SZ)：光伏装机保持增长，氢储业务实现突破》，2022.8.31
- 《穗恒运 A (000531.SZ)：乘新发展之势，“穗”有成长》，2022.7.20

穗恒运 A (000531.SZ)：非公开发行股票获受理，新能源业务有望不断突破

投资要点

- 事件：**公司于9月27日收到证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》，公司非公开发行股票申请获得中国证监会受理。9月19日，公司董事会审议通过《关于全资子公司广州恒运电力工程技术有限公司增资扩股暨引进战略投资者的议案》，公司全资子公司恒运电力拟增加注册资本2185万元，股东投资额5101.54万元，增资完成后注册资本由900万元增加至3085万元，其中本公司新增投资额1572.14万元（折合注册资本673.35万元），战略投资者投资额3529.40万元（折合注册资本1511.65万元），
- 引入战略投资者，实现合作共赢，促进新能源产业发展。**恒运电力主营电力工程设计服务、电力输送设施安装工程服务等，2021年公司实现营业收入1.12亿元，净利润为400.97万元。此次增资后，公司仍为恒运电力的控股股东，持股比例由100%降低至51%，战略投资者持股49%，股权结构将实现优化。此次引入战略投资者，一方面通过与战略投资者优势互补、资源整合，将能实现协同发展，另一方面，公司非公开发行股票募集资金也将为扩展新能源业务提供助力。
- 政策引领下，持续推进“气代煤”工作。**2022年9月26日，广州市人民政府发布《广州市能源发展“十四五”规划》，提出“在发展目标方面，到2025年，本地骨干电源装机容量达1725万千瓦左右，本地电力自给率提高到60%，在规划布局方面，新增一批燃气电厂骨干电源，推进燃煤机组等容量替代”。在政策引领下，公司预计持续推进气电替代煤电建设，截至2022年4月，公司投入运营火电机组为1.12GW，其中气电机组0.042GW。在建项目方面，公司两台0.46GW的“气代煤”热电联产项目正在筹建。储备项目方面，包括气电2.3GW以及拟拆除两台0.21GW煤机，并建设1台660MW超超临界燃煤机组。通过常规能源的不断更新迭代，持续巩固公司的市场优势地位。
- 制度持续优化，电价上涨空间有望进一步释放。**2022年8月1日，广东电力交易中心发布《关于暂缓执行价格限值相关条款的通知》，提出“结合当前电力供需形势和一次能源价格水平，暂缓执行分类型设置现货电能量报价上限和二级价格限值条款”。现货价格上限取消有望更加准确地产生电力价格信号，从而释放电价上涨空间。当前，煤价高企导致公司火电业务严重亏损，随着煤电价格传导机制逐步完善，公司利润端也将得到较大改善。
- 投资建议与估值。**公司积极推动常规能源与新能源的发展，十四五期间，公司光伏项目有望大规模投产并带动绿电业绩快速释放，带来广阔成长空间。我们预计公司2022-2024年收入分别为46.14亿元、43.60亿元、50.77亿元，增速分别为17.4%、-5.5%、16.4%，净利润分别为1.49亿元、1.72亿元、2.55亿元，增速分别为-7.1%、15.1%、48.4%，维持增持评级。
- 风险提示：**项目推进不及预期；审批进度不及预期；煤价上行的风险；政策推进不及预期。



股票数据

总股本(百万股):	822.10
流通 A 股(百万股):	822.10
52 周内股价区间(元):	5.52-9.46
总市值(百万元):	5,524.51
总资产(百万元):	15,430.47
每股净资产(元):	6.25

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,462	3,928	4,614	4,360	5,077
(+/-)YOY(%)	7.2%	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
净利润(百万元)	780	160	149	172	255
(+/-)YOY(%)	89.8%	-79.4%	-7.1%	15.1%	48.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.95	0.20	0.18	0.21	0.31
毛利率(%)	27.5%	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
净资产收益率(%)	15.3%	3.1%	2.9%	3.2%	4.6%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.18	0.21	0.31
每股净资产	7.49	6.28	6.48	6.79
每股经营现金流	-0.57	2.65	2.16	3.31
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.88	37.04	32.18	21.69
P/B	1.25	1.07	1.04	0.99
P/S	1.17	1.20	1.27	1.09
EV/EBITDA	38.37	6.74	6.02	5.20
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
净利润率	4.5%	3.6%	4.4%	5.6%
净资产收益率	3.1%	2.9%	3.2%	4.6%
资产回报率	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%
投资回报率	-0.3%	0.5%	0.9%	1.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
EBIT 增长率	-105.3%	374.6%	109.0%	65.5%
净利润增长率	-79.4%	-7.1%	15.1%	48.4%
偿债能力指标				
资产负债率	63.4%	67.6%	68.6%	71.3%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.9	0.8
现金比率	0.5	0.6	0.8	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.0	38.1	38.0	37.7
存货周转天数	81.4	90.0	89.7	87.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2
固定资产周转率	1.2	1.4	1.2	1.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	160	149	172	255
少数股东损益	18	17	19	29
非现金支出	339	1,545	1,928	2,516
非经营收益	-210	-74	4	11
营运资金变动	-700	539	-344	-88
经营活动现金流	-393	2,176	1,779	2,724
资产	-1,022	-1,297	-2,350	-3,608
投资	-668	-897	-1,090	-1,008
其他	129	371	351	409
投资活动现金流	-1,562	-1,822	-3,089	-4,207
债权募资	2,145	1,295	1,762	1,710
股权募资	19	0	0	0
其他	-420	-453	-387	-452
融资活动现金流	1,744	841	1,375	1,258
现金净流量	-210	1,195	65	-225

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 28 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,928	4,614	4,360	5,077
营业成本	3,726	4,272	3,927	4,460
毛利率%	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
营业税金及附加	78	91	86	100
营业税金率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	9	14	13	15
营业费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	151	209	196	229
管理费用率%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	68	31	44	76
研发费用率%	1.7%	0.7%	1.0%	1.5%
EBIT	-31	85	177	292
财务费用	207	293	335	399
财务费用率%	5.3%	6.4%	7.7%	7.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	337	369	349	406
营业利润	99	161	191	300
营业外收支	34	34	34	34
利润总额	133	195	225	334
EBITDA	306	1,630	2,105	2,809
所得税	-45	29	34	50
有效所得税率%	-33.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	18	17	19	29
归属母公司所有者净利润	160	149	172	255

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,885	4,080	4,145	3,921
应收账款及应收票据	453	541	399	687
存货	969	1,168	789	1,368
其它流动资产	378	400	494	595
流动资产合计	4,685	6,189	5,828	6,570
长期股权投资	4,681	5,374	6,288	7,106
固定资产	3,327	3,290	3,744	4,810
在建工程	566	290	162	81
无形资产	290	322	360	379
非流动资产合计	11,298	11,978	13,522	15,653
资产总计	15,983	18,168	19,349	22,223
短期借款	4,224	3,792	3,359	3,109
应付票据及应付账款	597	1,069	356	1,167
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,114	1,490	1,431	1,500
流动负债合计	5,935	6,350	5,146	5,775
长期借款	2,187	3,096	4,064	5,002
其它长期负债	2,011	2,829	4,056	5,079
非流动负债合计	4,199	5,926	8,120	10,081
负债总计	10,134	12,276	13,266	15,856
实收资本	685	822	822	822
普通股股东权益	5,133	5,159	5,331	5,585
少数股东权益	716	733	753	782
负债和所有者权益合计	15,983	18,168	19,349	22,223

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。